

金融政策巡る官邸攻防「4月利上げ」説

高市首相「ケーキを食べ続けてダイエットはできない」

ある有力政界筋が、「高市首相自身は賢くてリアリストであり、『ケーキを食べ続けてダイエットはできない』ことを承知している」と耳打ちする。つまり、3月末頃、26年度予算成立前に官邸内の金融政策を巡る「正統派とリフレ派」との闘いに決着を付け、日銀4月利上げ容認と対米投資メニュー化によるトランプ大統領との首脳会談「3月訪米」の政権運営シナリオだという。

官邸内「正統派vsリフレ派」闘い来春3月決着

日銀が12月決定会合（19日）で政策金利を0.75%と30年ぶり水準に引き上げた直後、長期金利（新発10年債利回り）が2%の節目を突破し、22日には一時2.1%と1999年2月以来26年振りの水準に跳ね上がった。

通常、インフレを抑制すべく中銀が利上げ（金融引き締め）に赴けば、インフレ後退と景気抑制で長期金利が低下するのが古今東西の常態である。だが、日本の場合、日銀が利上げをしたのに長期金利が急騰する異常態にある。むろん、これは日銀の利上げ正常化が遅々として「Behind the curve（後手）」に陥っている証左であり、物価高を抑制できないばかりか過剰な積極財政で赤字国債を発行し財政悪化に伴う債券売りや円売りを助長、自分の首を自分で締めている構図に他ならない。

国債増発による予算膨張はインフレを加速させる「負のスパイラル」であり、インフレは名目成長を嵩上げて株式市場には追い風となるが、賃金が思うように上がらない中小企業の庶民には物価高という「インフレ税」となって重く押し掛かる「負の循環」だ。

ところが、ある政界筋によれば、「高市首相のブレーンであり安倍政権時代のリフレ派リーダーだった本田悦朗TMI総合法律事務所顧問が内閣官房参与として再登板するとの見方が広がる一方、依然としてリフレ派が官邸を支配しているとしても、高市首相は賢明でありリアリストであり、インフレ時代のMMT（現代貨幣理論）の限界を知りいつまでも財政大判振る舞いによるリフレ政策を続ける訳に行かないことを26年度の予算成立後に承知することになる」という。

むろん、何より問題は、来る2026年の先行き見通しである。日銀の植田和男総裁が12月19日の政策決定会合で政策金利を0.75%へ引き上げを決め、30年ぶりの高さとした。植田総裁は記者会見で利上げ路線の継続を言明したが、今後の利上げペースなどの具体的な手掛かりを示さなかった上に12月1日の名古屋講演で示唆していた「中立金利」（景気を熱しも冷ましもしない金利水準）のレンジにも踏み込まなかった。

それ故に12月22日の円債市場で国債が売られ長期金利が跳ね上がり、外為市場では日本円が売られ一気に1ドル157円台へと円安・ドル高が進んだ。債券市場の一部には円安によるインフレ圧力を抑えるため利上げペースを速めるとの観測がある。しかし、首相周りに集うリフレ派は、それは叶わないとは薄々判っているものの、日銀が永遠に緩和的な金融環境を維持できるとの宗教的信念を抱いている。さらに12月26日の閣議で過去最高規模の26年度当初予算案122兆円超を決定、赤字国債発行により長期金利の悪性上昇とインフレによる貨幣減価が円安を

促すとみられている。

むろん、物価高を助長しかねない円安に歯止めをかけるには日銀の「正常化」利上げが理に適うし、円買い・ドル売り為替介入の前にやるべきことをやる（金融政策の正常化）必要がある。そこで官邸内「政党派vsリフレ派」の闘いに高市首相自ら決着を付ける必要があり、それが26年度予算成立前後の来春3月頃とされ、すなわちそれは来夏7月でなく来春4月の日銀追加利上げ容認とされる。

古今東西、今も昔も2%という金利は低すぎる代名詞であり、「利息収入が減ることに我慢できず、あり得ないものに投資してしまう、その最たる例が17世紀のオランダで起きたチューリップ投機」（英金融史家エドワード・チャンセラー著『金利』）一。既に、日本は異次元緩和により「債券バブル」にあり、日本で長期金利が2.5%水準に上昇し普通の経済となった段階で「耐えられるか」が焦点のところが高市早苗政権の財政拡張と国債増発に対する市場の反乱が重なったことは言うまでもない。

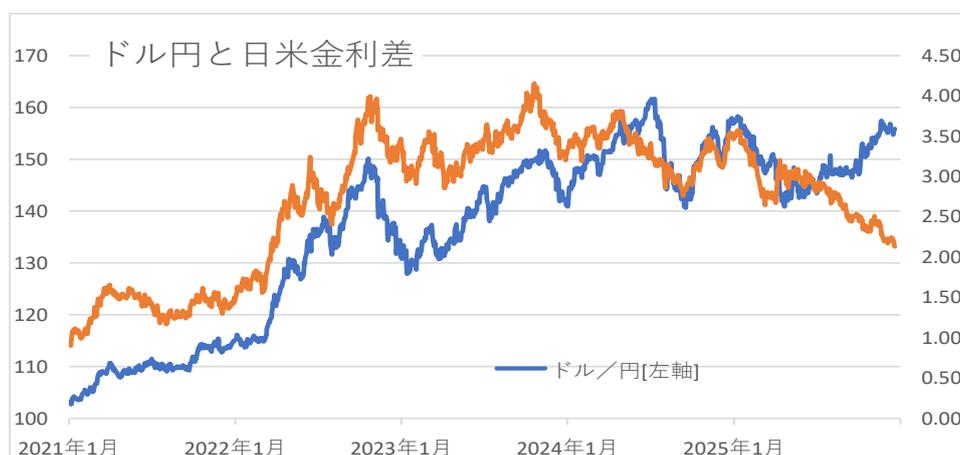
「財政従属」低金利維持「金融抑圧」の長期化

ある政界筋によれば、「高市政権の積極財政は「名目成長率が長期金利を上回っていれば、政府債務GDP比は発散しない」とする『ドーマー定理』を意識したもので、PB単年度の黒字化目標を放棄したのも条件を満たせば理論的に基礎的財政収支（PB）は赤字でも債務GDP比は改善すると判断している」という。

もちろん、名目GDPを増やし税収を伸ばすにはインフレによる名目成長を嵩上げる「高圧経済」政策が手っ取り早く、マクロ経済「マンデル＝フレミング」モデルの一種マサチューセッツ・アベニューモデル「積極財政+金融緩和+通貨安」のポリシーミックスを採用しながら誰が首相になると、「金融抑圧」と「財政従属」を続けざるを得ないのが対GDP比230%超えの多重債務国のジレンマに他ならない。

そこで問題になるのがポピュリズム政治であり、増税を口にできず財政バラ撒きで民意に媚びつつ「トラスショック」のような最悪事態を回避しつつ、好況と株高を演出し続ける必要がある。そして、長期金利上昇が利払い費負担増大に結びつくまで高い内閣支持率を維持しつつ長期政権化する必要がある。残存する国債の償還までの年数は平均9年半ほどで表面利率の加重平均は3月で0.83%、日銀が高市政権誕生するまでの長期にわたり長期金利を無理に抑える疑似YCC（長短金利操作）を続けた影響は大きい。

その意味で、内閣支持率の高止まりが長期政権を暗示している点が救いとなる。報道各社の直近の高市早苗内閣支持率は、1) 読売新聞・日本テレビ合同調査（12月19-21日実施）＝内閣支持率前回は1.0pt増の73%、不支持率3.0pt減の14%、2) 日本経済新聞・テレビ東京合同調査（同）＝支持率前回は±0の75%、不支持率±0の18%、3) 朝日新聞調査（20-21日）＝支持率前回は1.0pt減の68%、不支持率2.0pt増の19%、4) 共同通信調査（同）＝支持率前回は2.4pt減の67.5%、



不支持率3.9pt増の20.4%ー。

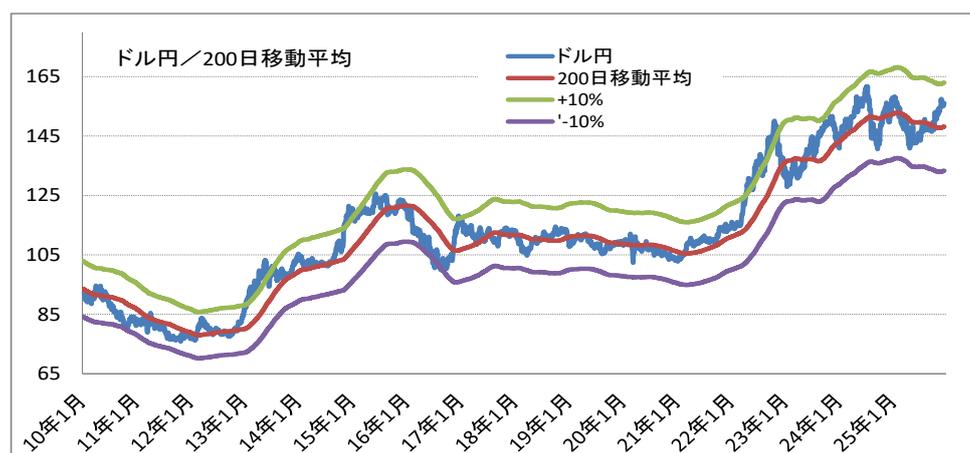
永田町専門家の分析では、国民有権者支持・不支持の相場観は、朝日新聞、共同通信、NHK一等の3社の平均値から判断するとされる。然るに、NHK調査（12月5-7日実施）の内閣支持率前回比1.31.3pt減の64.3%に共同67.5%、朝日68%を足して3社で割った平均値66.6%を国民の相場観とする。つまり、厳密に言えば、他社調査を含めても内閣支持率はやや低下傾向にあるようだ。ただ、それでも政権発足初期に高水準を維持しているのは、「高市内閣支持7割『小泉・安倍』と似る一長期政権発足初期に高水準」（日経新聞12月3日朝刊見出し）と言えなくはない。

もっとも、高成長が実現しなければ2020年代後半、高成長が実現できても30年代半ばには少子化・人口減少による慢性内需欠乏症と競争力の減退により「ドーマー定理」が満たされない状況が到来すると予測され、時間がたつにつれ利払い費は膨らんでいく。懸念されるのは、積極財政で借金さえすれば成長に繋がると誤認しているリフレ派の政治家が多いことになる。しかも、歳出増を国債増発に頼れば債券需給が悪化して価格が下落し長期金利が上昇、これに投資家が財政プレミアムを要求すればさらに金利上昇が加速しかねない。

PB黒字化も利払い費が増えれば覚束ないばかりか債務GDP比の上昇に弾みがつきかねない。「ドーマー定理」を満たすには日銀が再び疑似YCCで2%超に上昇した10年債の買いオペを実施、長期金利の2%割れを促す政治圧力の再燃が懸念される。因みに、日銀の国債保有残高（GDP比）が1.0pt高まると長期金利を0.02%ほど押し下げる、正に日銀が財政マネタイゼーションを担う「金融抑圧」に他ならない。

ある米系投資家によれば、「日本政府や日銀が何と言おうと、日本の金融政策が『財政従属』に陥っているというのが世界の見方であり、一旦、財政状況を酷く悪化させてしまうと通常の再建策では後戻りできず、低金利継続とインフレの高圧経済に頼らざるを得ないのが経験則である」という。

つまり、巨額の政府債務を抱えている為に日銀が国債購入（マネタイゼーション）など財政（債務）への配慮から利上げすべき時に利上げできない状態「財政従属（fiscal dominance）」に陥った以上、利上げすべき時にできず通貨安（円安）が進み輸入物価上昇がインフレを昂進、物価高が最終的に家計に負担を強いる。少数与党のポピュリズム政治で狭い道（ナローパス）を行くしかない。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。